

# F. ZEW Finanzmarktreport

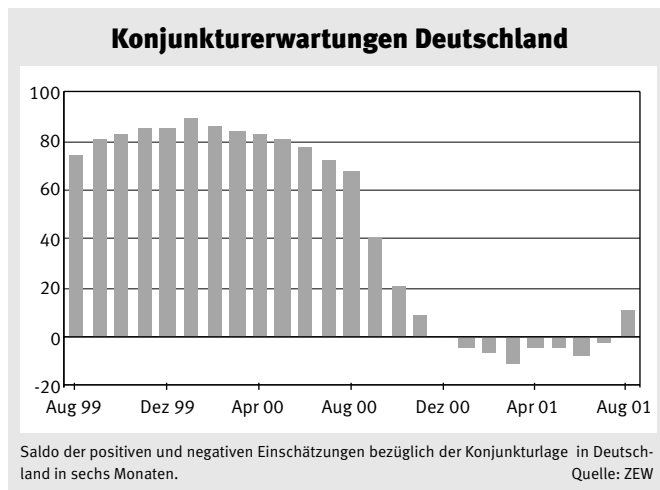
Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

Jahrgang 10 · Nr. 9 · September 2001

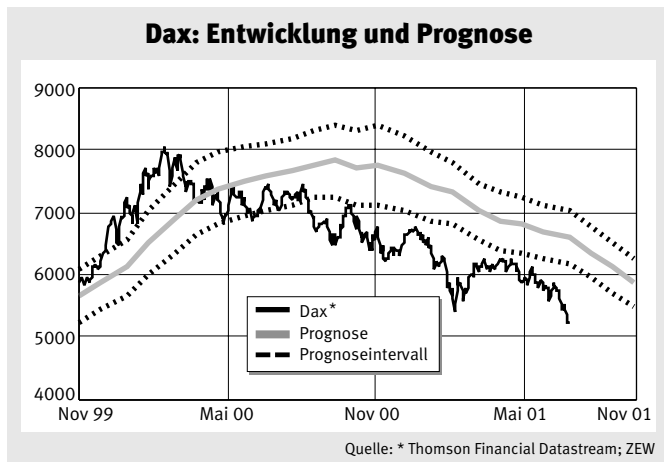
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Prognosen wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 30.07. – 21.08.01 (Redaktionsschluß 24.08.01) werden im vorliegenden ZEW-Finanzmarktreport wiedergegeben. Zur Ermittlung der Prognosewerte werden die qualitativen Antwortkategorien („steigen“, „gleichbleiben“, „fallen“) mit Hilfe eines speziellen Verfahrens (der Carlson / Parkin Methode) in quantitative Werte transformiert.

## Euroraum: Umschwung der Konjunktur?

Nach den schlechten Konjunkturaussichten, die in letzter Zeit die Stimmung an den Märkten und in den Medien geprägt haben, stellt sich für Börsianer die Frage, wann der Tiefpunkt der Konjunktur erreicht ist. Historisch gesehen dient die Börse als eine Art Frühindikator, denn sie spiegelt die zukünftige Wirtschaftslage mit einem Vorlauf von etwa einem halben Jahr wider. Insofern sollten die Aktienmärkte also beginnen, sich zu beleben, wenn es um die Konjunktur schlecht bestellt ist. Vor allem vor diesem Hintergrund ist der deutliche Anstieg der Konjunkturerwartungen für Deutschland in diesem Monat zu sehen. So drehte der Saldo zwischen Optimisten und Pessimisten von -1,9 Punkten im Vormonat auf über elf im August. Die Zahl derjenigen, die an eine konjunkturelle Besserung im nächsten halben Jahr glauben, übersteigt damit die der Skeptiker. Bereits in den Vormonaten hatte sich der Saldo auf niedrigem Niveau stabilisiert. Die jüngsten Zahlen des ifo-Indexes weisen in diesem Monat ebenfalls erstmals einen leichten Anstieg auf. Sollte sich dieser positive Trend in den Frühindikatoren bestätigen, worauf die Konjunkturerwartungen aus dem Finanzmarkttest hindeuten, könnte dies den Aktienkursen im Euroraum Auftrieb geben.

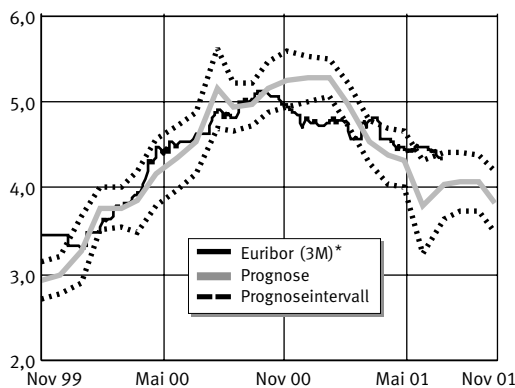


Freilich ist derzeit noch kein schneller Stimmungsumschwung der Börsianer zu erkennen. Immerhin glauben aber weiterhin 67 Prozent der Befragten an steigende Kurse auf Sicht der nächsten drei Monate – das sind mehr als für den japanischen oder den US-Markt. Vor einigen Monaten lag der Anteil der Optimisten allerdings noch bei über 80 Prozent. Der Euro Stoxx 50 sollte den Prognosen zufolge von seinem derzeitigen Niveau aus bis knapp 4.200 Punkte auf Sicht von drei Monaten steigen können. Der DAX sollte nach Ansicht der Finanzanalysten die Marke von 5.900 Punkten bis November anpeilen. Die Auswahl der richtigen Branche erscheint in diesen schwierigen Börsenzeiten besonders wichtig. Ein Blick auf die Erwartungen der Experten zeigt, dass die Banken seit Monaten schlechter beurteilt werden. Knapp die Hälfte der Befragten erwartet hier eine Verschlechterung der Ertragslage im nächsten halben Jahr. Offenbar werden die Auswirkungen der schwachen Kapitalmarktsituation auf die Gewinne vorweggenommen. Die jüngsten Halbjahresergebnisse haben ja schon erste Spuren in den Bankergebnissen offengelegt. Als relativ krisensicher werden dagegen die Versorger betrachtet. ◀ *Felix Hüfner*



## Euroraum: Euro-Erholung erlaubt Zinssenkung

### Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



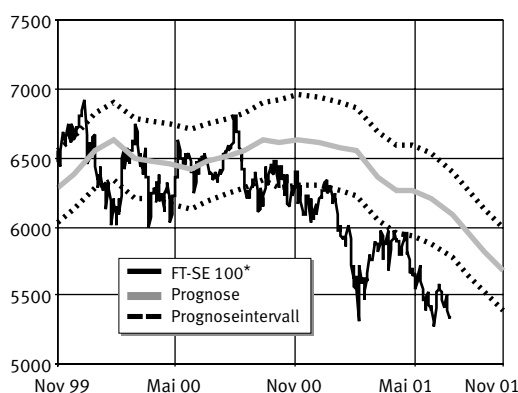
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Seit zwei Monaten befindet sich der Euro im Aufwärtstrend. Dieser Stimmungswechsel an den Devisenmärkten dürfte bei den EZB-Lenkern zu einem wachsenden Handlungsspielraum führen. Die Prognose für den 3-Monats-Euribor beträgt 3,8 Prozent für den November. Diese Entwicklung wäre kompatibel mit einer Leitzinssenkung um 50 Basispunkte. Dass die ungünstigen Zahlen zum Geldmengenwachstum den Profis gegenwärtig so wenig Sorgen bereiten, dürfte nicht nur an

statistischen Sonderfaktoren, sondern auch an der Konjunkturschätzung liegen. Die Einschätzung der aktuellen Wirtschaftslage in der Eurozone hat sich weiter kräftig verschlechtert. Sie wird bereits von einem Drittel der Befragten als schlecht eingeschätzt. Offenbar glauben die Experten, dass am Ende im EZB-Rat die Faktoren Konjunkturschwäche, Eurostärke und Inflationsrückgang schwerer wiegen werden als das hohe Geldmengenwachstum. ◀ *Dr. Friedrich Heinemann*

## Großbritannien: Schwächere Aussichten für Aktien

### FT-SE 100: Entwicklung und Prognose



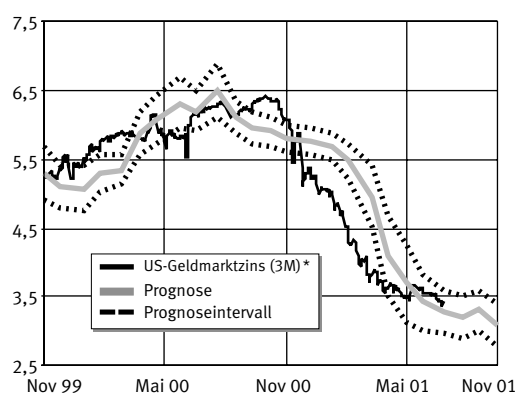
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Noch wird die derzeitige konjunkturelle Situation in Großbritannien besser beurteilt als auf dem europäischen Kontinent. Wie die Erwartungen der Finanzmarktbeobachter zeigen, holt aber möglicherweise Kontinentaleuropa jetzt auf. Denn während die Experten vorsichtig optimistisch für eine konjunkturelle Trendwende in den Euroländern sind, sieht man in Großbritannien keine konjunkturelle Verbesserung. Diese Aussichten spiegeln sich auch in den Erwartungen für

den britischen Aktienmarkt wider. Nur noch gut die Hälfte der befragten Experten sehen den FT-SE 100 mittelfristig steigen. Prognostiziert wird jetzt lediglich ein Indexstand von 5.700 Punkten auf Sicht von drei Monaten. Die Erwartung sinkender kurzfristiger Zinsen bei fast zwei Dritteln und die Erwartung eines abwertenden Pfunds bei gut zwei Dritteln der befragten institutionellen Anleger scheint die Stimmung für den Aktienmarkt nicht länger verbessern zu können. ◀ *Volker Kleff*

## USA: Erwartete Unterstützung durch die Fed

### Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



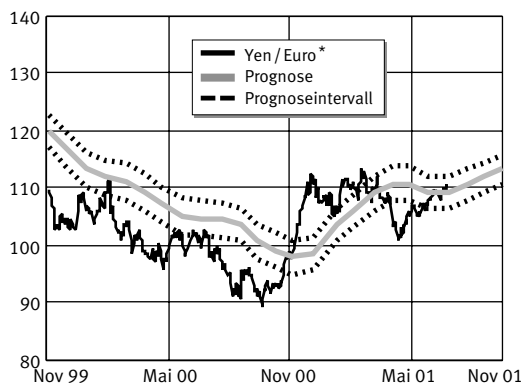
Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Knapp drei Viertel der Finanzmarktexperten hatten mit der siebten Leitzinssenkung der Fed in diesem Jahr um 25 Basispunkte auf 3,5 Prozent gerechnet. Die Analysten rechnen nun bis November mit 3,1 Prozent beim Drei-Monats-Zins. Diese monetären Impulse dürften neben den Steuersenkungen und den sinkenden Preisen die Experten in ihrer optimistischen Konjunkturerwartung bestätigen. Rund 58 Prozent rechnen mit einer Verbesserung der Wirtschaftslage in den nächsten

sechs Monaten. Dieses Vertrauen in die Stärke der US-Wirtschaft teilt aber wohl nicht länger die Mehrzahl der internationalen Investoren, die zum Ausgleich des US-Leistungsbilanzdefizits im Jahr 2000 450 Mrd. US-Dollar in den USA anlegten. Die Folge des abnehmenden Vertrauens ist die sich abzeichnende Abwertung des US-Dollars. Damit rechnet auch weiterhin die Mehrheit der Finanzanalysten, die den Dollar in drei Monaten bei 93 Cent/Euro sehen. ◀ *Martin Schüler*

## Japan: Bewegung in der Geldpolitik

### Yen: Entwicklung und Prognose



Quelle: \* Thomson Financial Datastream; ZEW

Die japanische Notenbank hat Mitte August eine weitere Lockerung der Geldpolitik beschlossen und kauft nun pro Monat langfristige Staatsanleihen im Umfang von 600 Mrd. Yen auf (statt bisher 400 Mrd. Yen). Ziel ist es, die Phase der Deflation zu beenden und eine moderate Inflationsrate zu erreichen. In den Erwartungen bezüglich der japanischen Inflation wirkt sich dieser Schritt allerdings nicht aus. Ganz im Gegenteil nimmt der Anteil derjenigen Experten zu, die einen

weiteren Rückgang des Preisniveaus erwarten. Die Geldpolitik der Bank von Japan wird somit als nicht effektiv eingeschätzt. Die Konjunkturaussichten werden allerdings nicht mehr ganz so pessimistisch beurteilt wie noch im letzten Monat. Dies liegt daran, dass nun immer mehr Umfrageteilnehmer mit einer Wende der Weltkonjunktur in den nächsten sechs Monaten rechnen, so dass auch Japan über steigende Exporte davon profitieren sollte. ◀ *Dr. Michael Schröder*

## Sonderfrage: Vertrauenskrise am Neuen Markt

**Dr. Dieter Hess** ist Mitarbeiter am Center of Finance and Econometrics (CoFE) der Universität Konstanz.

**Dr. Erik Lehmann** ist wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl für BWL, insbesondere Unternehmenspolitik (Prof. Fabel) an der Universität Konstanz.

**Erik Lüders** ist Mitarbeiter am CoFE und in der Abteilung Internationale Finanzmärkte und Finanzmanagement am ZEW.

Die Autoren beschäftigen sich derzeit insbesondere mit der Bewertung von Technologieunternehmen.

Ansprechpartner: Erik Lüders, lueders@zew.de

Seit seinem Höchststand im Frühjahr 2000 hat der NEMAX 50 nahezu 90 Prozent an Wert verloren. Analysten und Medien sprechen von einer Vertrauenskrise am Neuen Markt. Im Rahmen des Finanzmarkttests wurden die Ursachen dieser Vertrauenskrise nun genauer hinterfragt. Speziell wurden die Experten gefragt, welche Probleme in der Person des Gründers, im Unternehmen oder auch bei Dritten gesehen werden.

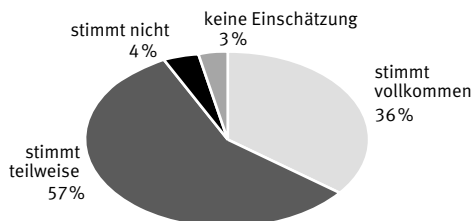
Über 80 Prozent der befragten Experten bemängeln bei den Gründern die unzureichenden Marktkenntnisse, ein mangelhaftes Finanzmanagement und einen verfrühten Verkauf der Anteile sowie die falsche Auswahl von Managern. Insbesondere das Finanzmanagement der Unternehmen am Neuen Markt wird von den Finanzexperten kritisiert: Über 95 Prozent der Befragten sehen hierin einen Grund für die Vertrauenskrise. Nicht viel anders sieht es aus, wenn man das gesamte Unternehmen betrachtet. Auch hier stimmen über 95 Prozent der Aussage zu, dass die Ursachen in einer überzogenen Wachstumsstrategie liegen. Über 90 Prozent der Befragten

glauben, dass die Informationspolitik der Unternehmen mangelhaft ist und dass der Börsenstart zu früh erfolgte. Während etwa 56 Prozent der befragten Finanzexperten der Meinung sind, dass mangelndes Kapital eine Ursache für die Vertrauenskrise am neuen Markt ist, glauben weniger als 40 Prozent, dass die Vertrauenskrise auch auf fehlende Arbeitskräfte zurückzuführen ist. Befragt man die Finanzexperten nach dem Einfluss Dritter auf die Vertrauenskrise, so nennen über 95 Prozent die Zeichnungseuphorie als einen Grund für die Krise und nahezu 85 Prozent sehen Probleme in der externen Kontrolle. Ferner sind nahezu 80 Prozent der Befragten der Meinung, dass die Börsenanforderungen zu niedrig sind und lediglich 40 Prozent halten die aktuellen Rechnungslegungsvorschriften für ausreichend.

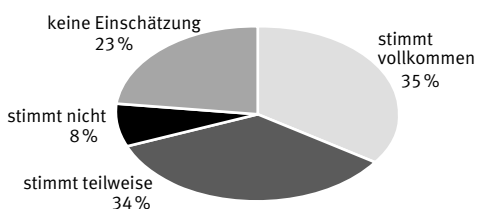
Als einen richtigen Schritt, nun wieder mehr Vertrauen zu schaffen, scheinen die Experten die Verschärfung der Börsen- und der Rechnungslegungsvorschriften zu sehen. ◀

*Dr. Dieter Hess,  
Dr. Erik Lehmann, Erik Lüders*

Die Unternehmen wurden zu früh an die Börse gebracht.



Das Wahlrecht zwischen IAS und US-GAAP erschwert den Vergleich von Unternehmen.



Gesamtzahl der Antworten: 219

## ZEW - Finanzmarkttest August 2001: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut		normal		schlecht		Saldo	
Euroraum	0.6	(-0.7)	66.3	(-10.4)	33.1	(+11.1)	-32.5	(-11.8)
Deutschland	0.3	(-1.1)	45.4	(-9.6)	54.3	(+10.7)	-54.0	(-11.8)
USA	2.5	(+0.2)	46.7	(-10.0)	50.8	(+9.8)	-48.3	(-9.6)
Japan	0.0	(-0.4)	2.8	(+0.1)	97.2	(+0.3)	-97.2	(-0.7)
Großbritannien	3.5	(-1.4)	78.8	(-3.7)	17.7	(+5.1)	-14.2	(-6.5)
Frankreich	1.2	(-1.2)	72.2	(-7.2)	26.6	(+8.4)	-25.4	(-9.6)
Italien	0.3	(-1.1)	62.6	(-12.0)	37.1	(+13.1)	-36.8	(-14.2)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Euroraum	28.2	(+2.7)	55.8	(+5.1)	16.0	(-7.8)	12.2	(+10.5)
Deutschland	28.8	(+5.9)	53.8	(+1.5)	17.4	(-7.4)	11.4	(+13.3)
USA	57.5	(+1.2)	30.2	(-5.5)	12.3	(+4.3)	45.2	(-3.1)
Japan	13.0	(+2.9)	74.3	(-2.3)	12.7	(-0.6)	0.3	(+3.5)
Großbritannien	19.4	(+2.2)	61.9	(-4.4)	18.7	(+2.2)	0.7	(+/-0.0)
Frankreich	23.4	(+1.7)	59.2	(+2.0)	17.4	(-3.7)	6.0	(+5.4)
Italien	25.3	(+2.6)	58.1	(+0.7)	16.6	(-3.3)	8.7	(+5.9)
Inflationsrate	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	5.9	(-1.8)	18.0	(-1.7)	76.1	(+3.5)	-70.2	(-5.3)
Deutschland	6.5	(-1.2)	15.5	(-1.7)	78.0	(+2.9)	-71.5	(-4.1)
USA	7.7	(-2.3)	52.9	(-3.2)	39.4	(+5.5)	-31.7	(-7.8)
Japan	9.1	(+0.2)	79.9	(-4.1)	11.0	(+3.9)	-1.9	(-3.7)
Großbritannien	5.1	(-3.4)	59.5	(+0.6)	35.4	(+2.8)	-30.3	(-6.2)
Frankreich	4.8	(-1.9)	22.7	(-4.1)	72.5	(+6.0)	-67.7	(-7.9)
Italien	5.5	(-1.3)	23.0	(-5.0)	71.5	(+6.3)	-66.0	(-7.6)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Euroraum	1.5	(-1.2)	13.5	(-7.9)	85.0	(+9.1)	-83.5	(-10.3)
USA	2.8	(-2.2)	24.0	(-9.6)	73.2	(+11.8)	-70.4	(-14.0)
Japan	2.6	(-2.3)	91.9	(+1.4)	5.5	(+0.9)	-2.9	(-3.2)
Großbritannien	2.2	(-0.3)	36.7	(-5.1)	61.1	(+5.4)	-58.9	(-5.7)
Langfristige Zinsen	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Deutschland	19.6	(-3.2)	54.0	(-2.5)	26.4	(+5.7)	-6.8	(-8.9)
USA	25.0	(+1.3)	50.6	(-9.6)	24.4	(+8.3)	0.6	(-7.0)
Japan	15.1	(-3.3)	81.7	(+5.4)	3.2	(-2.1)	11.9	(-1.2)
Großbritannien	18.7	(-0.7)	61.3	(-2.7)	20.0	(+3.4)	-1.3	(-4.1)
Frankreich	18.4	(-3.5)	58.1	(-0.8)	23.5	(+4.3)	-5.1	(-7.8)
Italien	18.9	(-3.6)	58.0	(-1.5)	23.1	(+5.1)	-4.2	(-8.7)
Aktienkurse	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
STOXX 50 (Euroraum)	66.4	(-6.5)	25.2	(+4.5)	8.4	(+2.0)	58.0	(-8.5)
DAX (Deutschland)	66.8	(-5.9)	24.2	(+2.9)	9.0	(+3.0)	57.8	(-8.9)
NEMAX 50 (Deutschland)	53.8	(-3.4)	29.7	(+1.4)	16.5	(+2.0)	37.3	(-5.4)
Dow Jones Industrial (USA)	59.2	(-6.0)	30.5	(+4.3)	10.3	(+1.7)	48.9	(-7.7)
Nikkei 225 (Japan)	35.5	(-0.3)	46.9	(-7.5)	17.6	(+7.8)	17.9	(-8.1)
FT-SE 100 (Großbritannien)	58.6	(-7.5)	33.1	(+3.7)	8.3	(+3.8)	50.3	(-11.3)
CAC-40 (Frankreich)	67.2	(-4.1)	24.6	(+0.8)	8.2	(+3.3)	59.0	(-7.4)
MIBtel (Italien)	64.3	(-3.3)	25.7	(-1.0)	10.0	(+4.3)	54.3	(-7.6)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten		nicht verändern		abwerten		Saldo	
Dollar	9.3	(-5.8)	23.2	(-9.2)	67.5	(+15.0)	-58.2	(-20.8)
Yen	2.6	(-1.0)	21.6	(-7.0)	75.8	(+8.0)	-73.2	(-9.0)
Brit. Pfund	3.8	(-2.4)	28.1	(-5.7)	68.1	(+8.1)	-64.3	(-10.5)
Schw. Franken	6.1	(-2.4)	70.4	(-3.6)	23.5	(+6.0)	-17.4	(-8.4)
Rohstoffpreis	erhöhen		nicht verändern		reduzieren		Saldo	
Öl (Nordsee Brent)	12.2	(+5.2)	60.3	(+10.1)	27.5	(-15.3)	-15.3	(+20.5)
Branchen	verbessern		nicht verändern		verschlechtern		Saldo	
Banken	12.6	(-2.4)	39.7	(-4.2)	47.7	(+6.6)	-35.1	(-9.0)
Versicherungen	34.8	(-6.0)	49.5	(+3.6)	15.7	(+2.4)	19.1	(-8.4)
Fahrzeuge	11.7	(-4.9)	59.3	(+5.5)	29.0	(-0.6)	-17.3	(-4.3)
Chemie/Pharma	12.4	(-3.2)	51.5	(-4.9)	36.1	(+8.1)	-23.7	(-11.3)
Stahl/NE-Metalle	8.3	(+1.0)	53.4	(-2.1)	38.3	(+1.1)	-30.0	(-0.1)
Elektro	13.2	(-0.6)	57.6	(-3.5)	29.2	(+4.1)	-16.0	(-4.7)
Maschinen	17.1	(-1.1)	46.3	(-6.8)	36.6	(+7.9)	-19.5	(-9.0)
Konsum/Handel	21.3	(+1.0)	55.7	(-3.0)	23.0	(+2.0)	-1.7	(-1.0)
Bau	6.1	(-0.4)	44.6	(-1.4)	49.3	(+1.8)	-43.2	(-2.2)
Versorger	26.2	(-1.7)	62.1	(+0.3)	11.7	(+1.4)	14.5	(-3.1)
Dienstleister	31.8	(-6.7)	55.7	(+5.2)	12.5	(+1.5)	19.3	(-8.2)
Telekommunikation	19.9	(-1.2)	41.4	(+2.1)	38.7	(-0.9)	-18.8	(-0.3)
Inform.-Technologien	21.9	(-3.3)	47.0	(+2.5)	31.1	(+0.8)	-9.2	(-4.1)

Bemerkung: An der August-Umfrage des Finanzmarkttests vom 30.07.-21.08.01 beteiligten sich 329 Analysten. Abgefragt wurden die Erwartungen für die kommenden 6 Monate. Dargestellt sind die prozentualen Anteile der Antwortkategorien, in Klammern die Veränderungen gegenüber den Vormonat. Die Salden ergeben sich aus der Differenz der positiven und der negativen Anteile.

## Mittelfristige ZEW-Finanzmarktprognose August 2001

### Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom August 2001 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 30.07.-21.08.01 beteiligten sich 329 Analysten. Zur Ermittlung des Prognosewertes werden die qualitativen Antwortkategorien ("steigen", "gleichbleiben", "fallen") mit Hilfe eines speziellen Verfahrens (der Carlson/Parkin-Methode) in quantitative Werte transformiert. Der Basiswert dagegen entspricht einem gewichteten Durchschnitt der tatsächlichen Werte der betrachteten Größe während des Befragungszeitraumes. Zusätzlich zur Prognose wird die mittlere Abweichung vom Prognosewert, die Standardabweichung, in Klammern angegeben (Std. Abw.).

Weitere Informationen zum verwendeten statistischen Verfahren sind in Form einer ZEW-Kurzinformation erhältlich.

	Basis	Prognose	(Std. Abw.)
<b>Inflationsrate</b>			
Euroraum	2.8	2.3	(0.5)
Deutschland	2.6	2.0	(0.5)
USA	2.7	2.6	(0.2)
Japan	-0.9	-0.9	(0.2)
Großbritannien	1.6	1.5	(0.2)
Frankreich	2.1	1.6	(0.4)
Italien	2.7	2.3	(0.4)
<b>Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)</b>			
Euroraum	4.4	3.8	(0.4)
USA	3.5	3.1	(0.3)
Japan	0.1	0.1	(0.1)
Großbritannien	5.0	4.7	(0.2)
<b>Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)</b>			
Deutschland	4.8	4.8	(0.3)
USA	5.0	5.0	(0.3)
Japan	1.3	1.4	(0.1)
Großbritannien	4.9	4.9	(0.2)
Frankreich	5.0	5.0	(0.2)
Italien	5.2	5.2	(0.2)
<b>Aktienkurse</b>			
STOXX 50 (Euroraum)	3920	4170	(270)
DAX (Deutschland)	5520	5880	(400)
NEMAX 50 (Deutschland)	1150	1200	(80)
Dow Jones Industrial (USA)	10380	10900	(650)
Nikkei 225 (Japan)	11670	11860	(580)
FT-SE 100 (Großbritannien)	5440	5690	(300)
CAC-40 (Frankreich)	4930	5260	(340)
MIBtel (Italien)	25420	26980	(1810)
<b>Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)</b>			
Dollar	0.90	0.93	(0.03)
Yen	109.60	113.10	(2.60)
Brit. Pfund	0.62	0.64	(0.01)
Schw. Franken	1.51	1.52	(0.02)
<b>Öl (Spotpreis Nordsee Brent)</b>			
Dollar je Barrel	25.00	24.40	(2.30)